

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Marchés: Les mines d'or sont très attractives

5 mars 2012

Focus: De faibles valorisations selon plusieurs points de vue

Points clés:

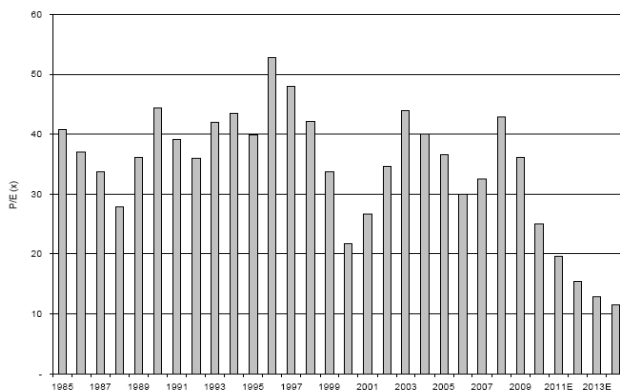
- Faibles P/E
- Faibles P/CF
- Faibles P/NAV

Le secteur se situe à des niveaux de sous-valorisations rarement atteints jusqu'ici. Ceci nous paraît totalement injustifié et se phénomène devrait donc se corriger

Les mines d'or sont-elles sous-évaluées?

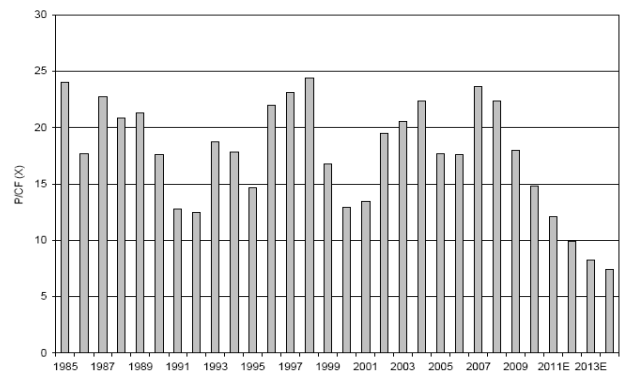
La réponse est clairement positive. Tous les paramètres de valorisations indiquent une forte sous-évaluation par rapport aux normes historiques. Les deux graphiques suivants montrent par exemple les valorisations des mines d'or selon deux paramètres clés: les ratios prix/ bénéfices et prix/ flux de trésorerie (cash flow) depuis 1985. De ce point de vue-là, le secteur n'a jamais été aussi bon marché.

Ratio prix/ bénéfices



Source : Scotiabank – pour tous les graphiques de cette lettre

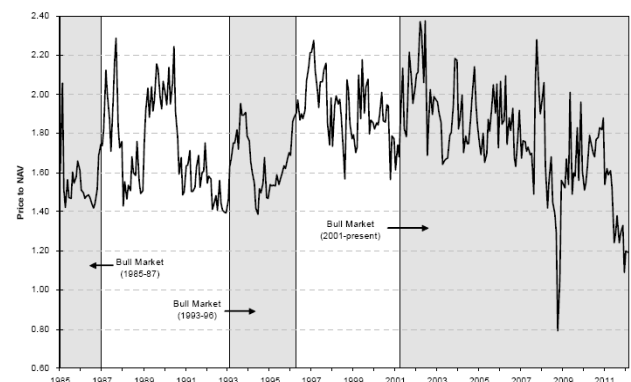
Ratio prix/ cash flow



En observant le ratio prix/ valeur nette d'inventaire (NAV), le secteur présente également une sous-évaluation manifeste. A titre d'exemple en 2009, ce secteur s'est traité sur des multiples compris entre 1,7 X à 2,2 X leur NAV contre 1,2 X NAV aujourd'hui.

Un simple retour sur les niveaux de 1,7 X NAV représenterait une hausse des cours de 30%.

Ratio prix/ Net Asset Value NAV



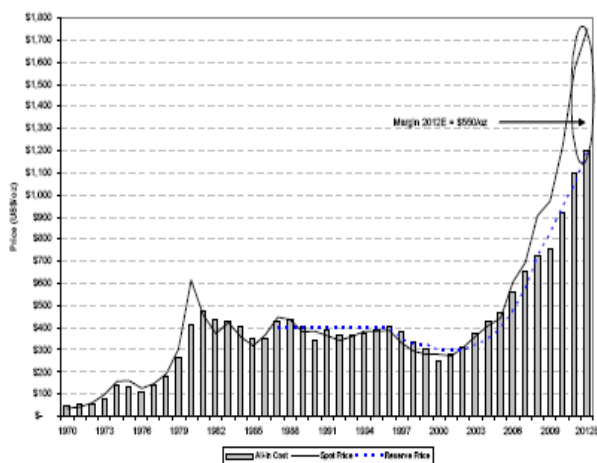
Comment dès lors les mines d'or se valoriseraient-elles entre elles en cas de consolidation du secteur?

En étudiant toutes les acquisitions qui ont eu lieu entre 2000 et 2011, il apparaît que les opérations qui se sont chiffrées à plus de 1 milliard de dollar, ont été réalisées sur des ratios compris entre 1,7 X et 2,2 X NAV. En d'autres termes, ce secteur dans son ensemble se traite lui à des niveaux (1,2 NAV) ayant 30% en-dessous du bas de la fourchette de valorisation des transactions de cette industrie.

Jusqu'où pourrait baisser l'once d'or?

Nous pensons que l'essentiel de la correction a déjà eu lieu. Le graphique suivant indique que le coût d'extraction de l'or est passé de 50 \$ de l'once à plus de 400 \$ en 1980, soit un coût multiplié par 8.

Depuis 1999, ce même coût est passé de 300 \$ à 1200 \$, soit multiplié par 4. Cette évolution masque une progression depuis 2009 de 60%. Dans le contexte actuel, aucune compagnie minière ne s'engagerait à extraire du minerai en-dessous de 1200 \$ l'once ; le prix de l'once d'or ne devrait donc pas descendre sous ce niveau. Les coûts d'extractions mentionnés ci-dessus tiennent compte du financement, l'érosion du capital, le développement et la recherche.



Les marges que pratiquent les compagnies minières sont pourtant bien plus élevées que par le passé. Ceci devrait donc augmenter la valorisation du secteur (selon les ratios que nous avons évoqué) alors même que les bénéfices commencent à croître.

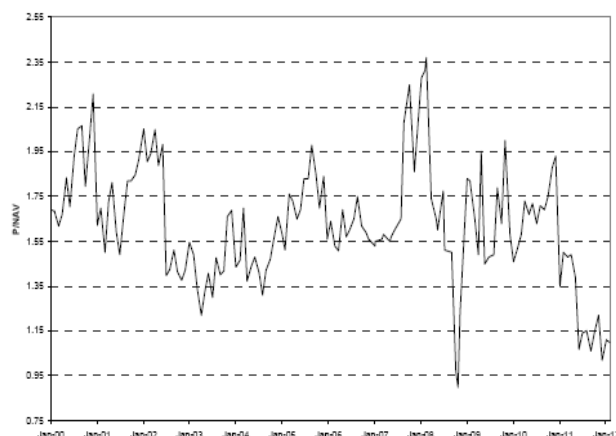
Plusieurs facteurs ont influencé négativement les valorisations du secteur. Parmi les facteurs déterminants, il y a tout d'abord l'incertitude du maintien à des cours aussi élevés de l'or en 2012 et 2013, puis l'utilisation des cash flows et l'augmentation des coûts opérationnels, etc.

Historiquement, les valorisations ont tendance à s'améliorer lorsque les cours de l'or se stabilisent et évoluent dans une fourchette plus étroite. Ceci pourrait être le cas aujourd'hui avec une fluctuation possible de l'or entre 1700 et 2000 \$ l'once.

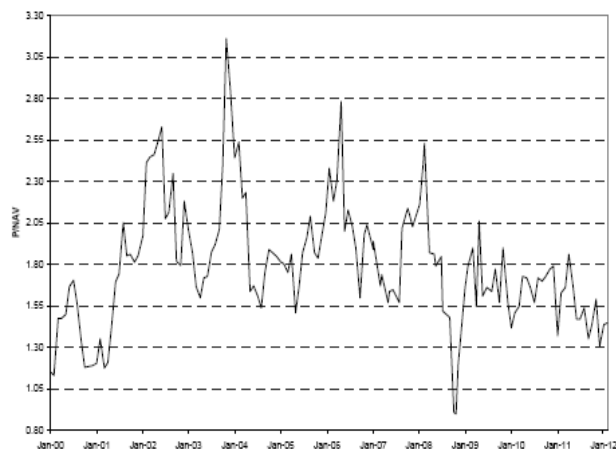
Les 11 compagnies suivantes représentent les 35% de la production mondiale : Barrick Gold, Goldcorp, Kinross Gold, Newmont Mining, Agnico-Eagle, Eldorado Gold, IAMGOLD, Yamana Gold, African Barrick, Gold Fields, et Randgold. Dans leur ensemble, elles totalisent 200 milliards de \$ de capitalisation boursière.

Les graphiques suivants indiquent l'évolution du ratio cours/NAV pour trois acteurs importants du secteur:

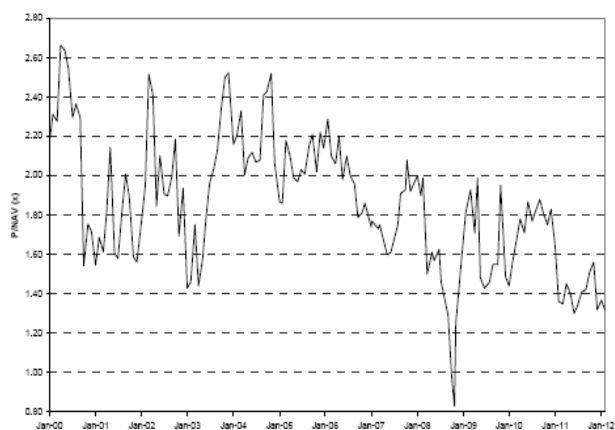
Barrick Gold



Goldcorp



Newmont Mining



En conclusion, les mines d'or sont aujourd'hui très largement sous-évalués et représentent une importante opportunité d'achat pour ce secteur tant sur le plan tactique que statistique.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group SA
 Rue Sigismond Thalberg no 2
 1201 Genève - Suisse
 T: +41225959611 F: +41225959612
 info@bbgi.ch - www.bbgi.ch